

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 1 日)

ECB 理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～

10 月の ECB 理事会は現状維持を予想。但し、敢えて言えば、非伝統的政策に関し、10 月以降の資産担保証券購入プログラム(ABSPP)や 3 度目となるカバードボンド購入プログラム(CBPP3)のスタートが宣言されていることから、それらの仕様公表が今回の注目点に。なお、6 月以降、ユーロ相場は明確に下落基調となっているが、それにも拘わらずユーロ圏消費者物価指数(HICP)は反転しておらず、域外輸出が明確に伸びるような動きも見られていない。この辺りはユーロ安を巡る ECB の誤算か。なお、「量」を主軸に緩和することを打ち出している以上、今回理事会を乗り切ったとしても、クリアしなければならないハードルは多いだろう。ファンダメンタルズをなぎ倒すような格好で投機的そして公的なユーロ売り圧力が強まっているだけに、この調整は警戒したい。

～10 月 ECB 理事会の注目点は資産購入の規模感に焦点～

昨日のドル/円相場は一時 109.86 円と再び年初来高値を更新し、大台 110 円に迫る動きが見られた。ユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP、速報値)の弱い結果を受けて ECB の緩和観測が強まり、ユーロ/ドルが一時 1.2571 まで下落しており、ドル/円もこの流れの中で押し上げられている。

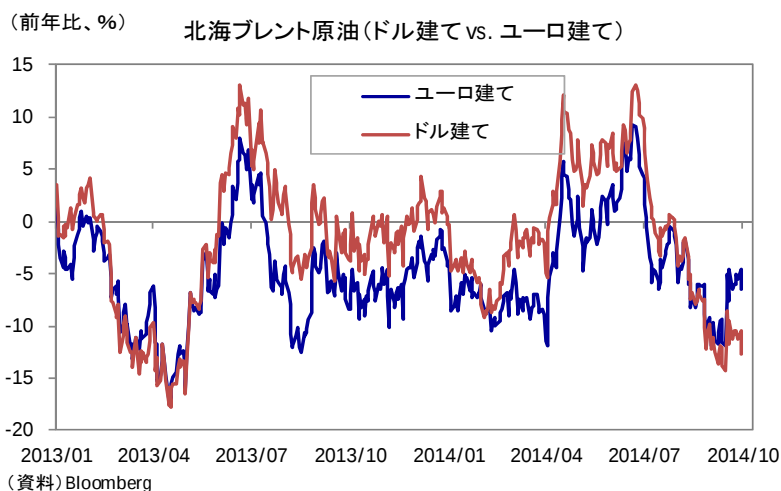
こうしたユーロ圏のデフレーション傾向の明確化が ECB の緩和路線長期化に繋がることは間違いないが、明日の ECB 理事会については現状維持を予想したい。9 月理事会で、サプライズ利下げを敢行し、政策金利に関し、(今度こそ本当の)下限到達宣言を行っていることを踏まえれば、今回は静観する可能性が高いだろう。但し、敢えて言えば、非伝統的政策に関し、10 月以降の資産担保証券購入プログラム(ABSPP)や 3 度目となるカバードボンド購入プログラム(CBPP3)のスタートが宣言されていることから、それらの詳細な仕様公表が今回の注目点となろう。弱い経済指標が非伝統的政策の規模へ注目を促す契機となり、これに応じて相場が動く様はかつての日銀と円相場の関係を彷彿とさせる。

～ECB の誤算:ユーロ安の影響～

なお、上述したように、昨日公表されたユーロ圏 9 月 HICP は前年同月比 0.3%上昇となった(市場予想とは一致)。ユーロ高の反転を 6 月だとすると、これで丸 4 か月、ユーロ安基調が根付いていることになるが、HICP に浮揚の兆しは見られていないのが現状である。今年 3 月以降、口先介入と共に続く ECB のユーロ安誘導は一義的には HICP を浮揚させることを企図していたはずだが、今までの所、全く奏功していないのが実情である。ヘッドラインのインフレ率をターゲットにしている以上、ユーロ安で輸入物価を押し上げても、原油価格が下落基調にあることで、物価への押し上げは限定的になってしまう。前頁図に示されるように、北海ブレント石油価格をユーロ建てで見ても 6 月以降の急落傾向は殆どイメージが変わらない。直近では流石にユーロ相場の急落幅が石油価格の

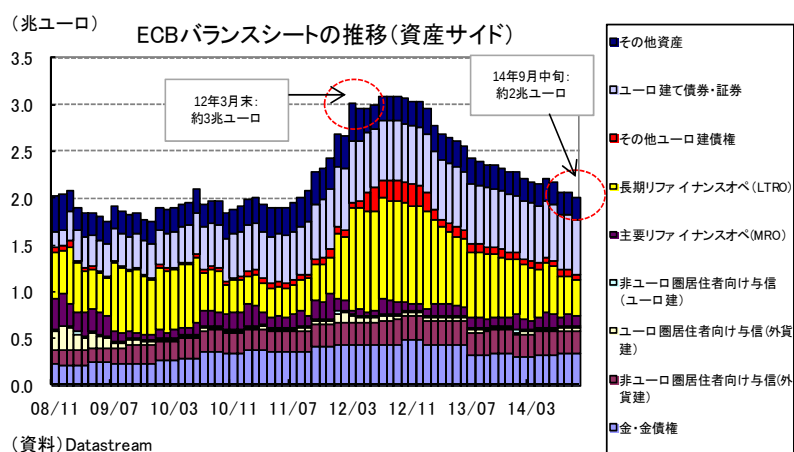
下落幅を上回っており、ユーロ建て価格の落ち込みが緩やかになっているが、それでも前年比マイナスであることには変わりはない。この辺りのユーロ安が物価にもたらす影響に関し、ECB の誤算があったかもしれない。 ECB の重視する 5 年先 5 年物ブレイク・イーブン・フォワードレート (5 年 5 年 BEI) は 9 月中旬以降、安定的に 2% を割り込んでおり、デフレとの戦いに関し、状況は日々苦しく

なっている様子が窺える。なお、ユーロ安のもう 1 つの効果として域外への輸出増というオーソドックスな想定も有り得るが、2014 年に入ってから域外向け輸出が加速している様子は見られず、直近 7 月は 1733 億ユーロと 2012 年 10 月以来の小さな黒字に止まっている。 元より世界経済の需要が芳しくなく、ユーロ圏にはロシア・ウクライナ問題を巡る制裁の影響も重石となっており、物価同様、外需への押し上げに関しても、ユーロ安の効果が思ったほど発揮されない状況が続いている。結局のところ、物価が上がらない主因は為替や商品といった市況要因も去ることながら、金融危機を経て、ユーロ圏経済のスラックが大きくなったことが根本的問題なのではないかと思われる。



～10 月 ECB 理事会の注目点は資産購入の規模感に焦点～

なお、10 月理事会を現状維持で切り抜けたとしても、市場の緩和期待に対し「量」という評価軸を自ら打ち出したドラギ総裁を待つ未来は厳しい。9 月 18 日に行われた第 1 回目のターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) 入札が低調に終わり、その後も 36 か月物 LTRO の早期返済が相次いだことから、ECB のバランスシート (B/S) における総資産額は遂に 2 兆ユーロを割り込んで



でいる (図、これは約 3 年ぶりのことである)。本欄では幾度も強調している点だが、中銀の B/S の大小は緩和の大小を意味しない¹。だが、ドラギ総裁は過去 1 か月で緩和手段として「量」を積み上げることに自信を見せており、この成否がそのまま ECB のデイスインフレとの戦いの成否をイメージさせるような状況になりつつあるのは事実である。 筆者はいわゆるソロスチャートの為替と金融政策の関係は全く支持しないが、「量」の拡大により通貨安を渴望する ECB にとって、自身の B/S が思う

¹ 例えば利上げの前段階として民間銀行からの流動性吸収を想定すると、超過準備の付利引き上げなどが考えられる。この際、民間銀行からの流動性吸収を厚くすれば、中銀の B/S は拡大する。だが、これは緩和ではなく引き締め措置である。

ように推移しないことは都合が悪いただろう。日銀や FRB のような量的緩和(QE)に踏み込み、大量の資産を能動的に購入すれば B/S 拡大は容易だが、その際はマイナス金政策の撤廃と域内の政治合意を獲得というプロセスが必要になるだろう。もしくは民間銀行が「ECB に金庫代を支払ってまで受け取って貰いたいという資産(恐らく非常にリスクな資産)」を ECB が購入対象とすれば、マイナス金利と QE の併存は可能かもしれない。いずれにせよ、ECB が「量」で市場に挑む以上、今回理事会を乗り切ったとしても、クリアしなければならないハードルは多い。

～「問題の所在」は全く変わっていない～

仮に、様々なハードルを乗り越えて、「量」を主軸とする QE の導入を決断した場合、ユーロ相場は一段安となるだろう。だが、恐らくその時点がユーロ相場の底値になる可能性がある。ECB が日銀や FRB のような QE 導入に踏み切った場合、先例が示すように、もう「次の一手」はフォワードガイダンスの微修正くらいしか残されていない。ユーロ圏の日本化の裏で、構造的な通貨高という円化、これに対応しなければならないという金融政策の通貨政策化(ECB の日銀化)は確実に進行しており、問題の所在は全く変わっていない。とすれば、「緩和を続けなければならない状況」は長年続く可能性もあって、「次の一手」が尽きるリスクは念頭に入れる必要がある。その際、投機的なユーロ売りは今の勢いを保てるだろうか。

最近のユーロ安は米金融政策の正常化に伴うユーロキャリーの活発化(観測も含む)がベースにあり、本欄でも述べてきたように、こうした形で通貨安が実現するのはやはり円化である²。この上さらに、ECB による押し下げという売り圧力が加わって官制相場の様相を呈していることも忘れてはならず、ファンダメンタルズをなぎ倒すような格好で投機的そして公的な売り圧力が相場を支配しているのが現状である。円相場の経験で言えば、2005～07 年の円キャリー取引が隆盛を極めていた時代を彷彿とさせるが³、その後、どういった相場展開になったのかは改めて説明する必要はないだろう。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

² 本欄 2014 年 8 月 4 日号『ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～』をご参照下さい。

³ なお、経常黒字と上がらない物価、キャリーの隆盛という共通点はあるが、当時の日銀が今の ECB のようにあからさまな通貨安誘導を企図していた跡はない。この点、ECB はより「無理をしている」感がある。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO (TLTRO) の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	「展望レポート」中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～ブラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中長期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～養は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について